

2025 年 5 月 27 日

杭州银行 (600926. SH)

优于大市

转债触发强赎，高成长优质行将迎价值重估

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 银行 · 城商行 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：

王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

执证编码：BPC378

事项：

2025 年 5 月 26 日晚间，杭州银行公告：公司股票自 2025 年 4 月 29 日至 2025 年 5 月 26 日期间已有 15 个交易日的收盘价不低于“杭银转债”当期转股价格 11.35 元/股的 130%（含 130%，即不低于 14.76 元/股），根据《杭州银行股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券募集说明书》的相关约定，已触发“杭银转债”的有条件赎回条款。

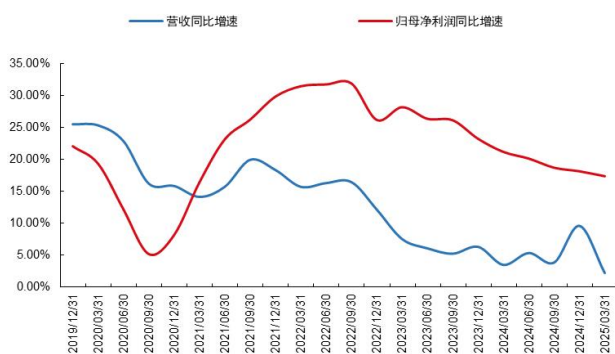
评论：夯实资本，优质高成长银行

截止 2025 年一季度末，公司核心一级资本充足率 9.01%，杭银转债未转股余额为 106.37 亿元。据此测算未转股余额完成转股后可提振核心一级资本充足率 0.83 个百分点，资本进一步夯实，规模高增有望延续。

公司信贷延续高成长，资产质量优质，拨备覆盖率排在上市银行首位。2025 年一季度营收同比增长 2.22%，较 2024 年增速下降了 7.4 个百分点；实现归母净利润同比增长 17.3%，较 2024 年增速下降了 0.8 个百分点。营收增速下降主要受其他非息收入同比下降拖累，一季度净利息收入同比增长了 6.8%。信贷延续了高增态势，期末总资产 2.22 万亿元，贷款总额 1.00 万亿元，存款总额为 1.35 万亿元，较年初分别增长 5.2、6.2% 和 6.0%。其中，对公贷款（不含贴现）较年初增长了 11.7%，大零售贷款较年初下降了 1.3%，期末零售贷款占贷款总额的 30.3%。

期末不良率 0.76%，与年初持平，处在上市银行前列；关注类 0.54%，逾期率 0.69%，逾期 90+ 贷款率为 0.46%，均处在低位，资产质量优质。2024 年公司大幅核销 55 亿元，进一步做实资产质量。期末，公司期末拨备覆盖率降至 530%，排在上市银行首位，风险抵补能力充足。

图1：杭州银行业绩同比增速



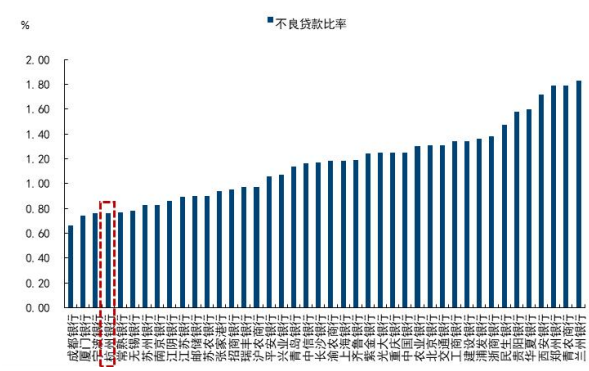
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：杭州银行信贷同比增速



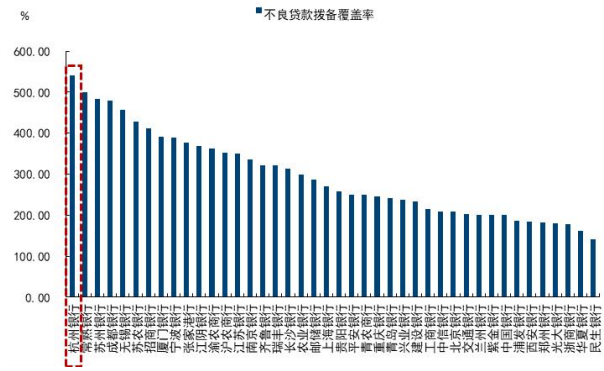
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：上市银行 2025 年 3 月末不良率



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：上市银行 2025 年 3 月末拨备覆盖率



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

对于杭州银行，公司治理机制和区域经济优势明显，高成长属性价值彰显；同时，伴随贸易冲击逐步显现，逆周期政策有望进一步加码，以杭州银行外代表的城占比较高的银行也有望进一步受益，因此公司具备短期催化和中长期高成长优质标的的双重逻辑，维持“优于大市”评级。

整体而言，“低利率环境+保险/ETF 增量资金+公募持仓调整”环境下 ROE 稳定且高分红的银行具备不错的配置的价值，下半年以杭州银行、江苏银行和成都银行为代表的受益逆周期政策加码的优质城商行有望跑出超额收益；同时，招商银行、常熟银行等具备核心竞争优势的个股也具备不错的投资价值。

风险提示

中美贸易冲突加剧超市场预期，导致经济复苏缓慢，信贷扩张和资产质量下行拖累业绩增长。

相关研究报告：

- 《杭州银行（600926.SH）2025 年一季报点评-净利息收入增速稳健，资产质量优异》——2025-04-29
- 《杭州银行（600926.SH）2024 年报点评-经营稳健，优质高成长区域行》——2025-04-12
- 《杭州银行（600926.SH）2024 年业绩快报点评-营收增速大幅提升，资产质量优异》——2025-02-06
- 《杭州银行（600926.SH）2024 年三季报点评-净息差趋稳，拨备充足》——2024-10-22
- 《杭州银行（600926.SH）2024 年半年报点评-营收提速，拨备以丰补歉》——2024-08-29

财务预测与估值

每股指标（元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（十亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	2.31	2.69	3.26	3.93	4.61	营业收入	35	38	41	46	51
BVPS	15.90	18.03	20.63	23.73	27.36	其中：利息净收入	23	24	26	30	34
DPS	0.52	0.66	0.83	0.99	1.16	手续费净收入	4	4	4	4	4
						其他非息收入	8	10	12	12	14
资产负债表（十亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营业支出	19	19	18	18	19
总资产	1,841	2,112	2,408	2,721	3,048	其中：业务及管理费	10	11	12	13	15
其中：贷款	774	900	1,026	1,160	1,299	资产减值损失	8	7	6	4	3
非信贷资产	1,067	1,212	1,382	1,561	1,749	其他支出	0	0	0	0	0
总负债	1,730	1,976	2,256	2,551	2,855	营业利润	16	19	23	28	32
其中：存款	1,058	1,290	1,496	1,720	1,961	其中：拨备前利润	24	27	29	32	36
非存款负债	672	687	760	830	894	营业外净收入	(0)	(0)	0	0	0
所有者权益	111	136	152	171	192	利润总额	16	19	23	28	32
其中：总股本	6	6	6	6	6	减：所得税	2	2	3	3	4
普通股净资产	94	109	125	144	166	净利润	14	17	20	24	29
						归母净利润	14	17	20	24	29
总资产同比	13.9%	14.7%	14.0%	13.0%	12.0%	其中：普通股股东净利润	14	16	20	24	28
贷款同比	15.1%	16.3%	14.0%	13.0%	12.0%	分红总额	3	4	5	6	7
存款同比	12.8%	21.8%	16.0%	15.0%	14.0%						
贷存比	73%	70%	69%	67%	66%	营业收入同比	6.3%	9.6%	8.0%	9.9%	12.9%
非存款负债/负债	39%	35%	34%	33%	31%	其中：利息净收入同比	2.5%	4.4%	7.0%	13.5%	14.4%
权益乘数	16.5	15.5	15.9	16.0	15.8	手续费净收入同比	-13.5%	-8.0%	-5.0%	0.0%	10.0%
						归母净利润同比	23.2%	18.1%	20.3%	19.6%	17.0%
资产质量指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业绩增长归因	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.75%	生息资产规模	14.8%	13.8%	13.9%	14.2%	12.5%
信用成本率	0.71%	0.94%	0.83%	0.64%	0.55%	净息差	-12.3%	-9.4%	-6.9%	-0.7%	1.9%
拨备覆盖率	561%	541%	535%	521%	499%	手续费净收入	-2.7%	-1.8%	-1.6%	-1.6%	-0.5%
						其他非息收入	6.5%	7.1%	2.5%	-1.9%	-1.1%
资本与盈利指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业务及管理费	0.4%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.83%	0.86%	0.91%	0.95%	0.99%	资产减值损失	18.4%	8.4%	11.6%	9.6%	4.1%
ROE	16.3%	16.6%	17.5%	18.2%	18.5%	其他因素	-1.9%	0.1%	0.7%	0.2%	0.1%
核心一级资本充足率	8.16%	8.85%	8.88%	9.04%	9.31%	归母净利润同比	23.2%	18.1%	20.3%	19.6%	17.0%
一级资本充足率	9.64%	11.05%	11.08%	11.24%	11.51%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本公司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。